



# L'EXCES DE CONFIANCE DES DIRIGEANTS ET LA DECISION DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES : UNE ANALYSE LEXICALE

Kamal Anouar

## ► To cite this version:

Kamal Anouar. L'EXCES DE CONFIANCE DES DIRIGEANTS ET LA DECISION DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES : UNE ANALYSE LEXICALE. 2013. halshs-00797635

**HAL Id: halshs-00797635**

**<https://shs.hal.science/halshs-00797635>**

Preprint submitted on 6 Mar 2013

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# **L'EXCES DE CONFIANCE DES DIRIGEANTS ET LA DECISION DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES : UNE ANALYSE LEXICALE**

**ANOUAR Kamal**

ATER à l'IAE de Toulon

Docteur en sciences de gestion de l'Université de Nice-Sophia Antipolis.

Qualifié aux fonctions de Maître de conférences session 2013.

GRM (EA 4711)

anouar@univ-tln.fr

kamalanouar@gmail.com

## *Résumé :*

Cet article propose d'étudier la décision de distribution du dividende sous l'approche des dirigeants surconfiants en utilisant une méthodologie issue de l'analyse des données textuelles. Il s'agit de tester la présence du biais d'excès de confiance chez les dirigeants lorsqu'ils décident de verser des dividendes à leurs actionnaires. L'intuition derrière consiste à supposer une plus grande propension des dirigeants surconfiants à la distribution du dividende. Les principaux résultats obtenus montrent que les dirigeants des grandes sociétés cotées en France sont assez confiants lorsqu'il s'agit du dividende ou des résultats comptables et financiers, surconfiants lorsqu'il s'agit de stratégie et ils sont peu confiants lorsque l'environnement est incertain.

Mots-clefs : surconfiance, dividende, finance d'entreprise comportementale, approche des dirigeants surconfiants, analyse des données textuelles, analyse lexicale.

JEL: G02, G35.

## *Abstract:*

This article proposes to study the dividend decision under the overconfident managers' approach by using a methodology resulting from the textual data analysis. We test the presence of the overconfidence biases' when managers decide to pay dividends for their shareholders. The intuition behind consists in supposing a greater propensity of overconfident managers with the dividend payment. The major finding that emerges from our analyses is: the managers of the SBF250 companies are more confident when they talk about dividends and financial or accounting results; they are overconfident when they talk about the strategy, and finally managers are not or less confident when their companies are exposed to an uncertain environment.

Key words: overconfidence, dividend, behavioral corporate finance, overconfident managerial approach, textual data analysis, lexical analysis.

JEL: G02, G35.

## Introduction :

La décision de distribution de la richesse créée au profit des actionnaires peut être qualifiée de stratégique, le marché étant sensible aux choix qui affectent cette décision notamment en raison de son interaction avec les autres décisions financières et d'investissement.

En effet, il est commode que les dirigeants en même temps qu'ils décident des dividendes à verser, décident le cas échéant du volume des actions à racheter, du nombre des nouvelles actions à émettre, des montants des investissements réels, des fusions et des acquisitions à financer ainsi qu'aux proportions des dettes à contracter. De ce fait, comme le font remarquer Allen et Michaely (2003), la compréhension des politiques de distribution est à même de nous aider à comprendre les autres décisions d'investissement et de financement.

Pourtant, selon Modigliani et Miller (1961), il est impossible sur un marché parfait, de créer durablement de la valeur par une simple opération financière notamment par la distribution du dividende. En effet, pour Modigliani et Miller (MM), en présence d'impôt, la richesse des actionnaires est indépendante des politiques de distribution poursuivies par les dirigeants, elle ne dépend que des projets d'investissements et des flux de trésorerie qu'ils généreront.

Or, cette théorie rencontre deux grandes limites : la première est liée au fait qu'elle a du mal à justifier l'existence des dividendes, la deuxième renvoie quant à elle aux nombreuses différences persistantes entre le marché parfait -tel que Modigliani et Miller le décrive- et le marché réel. En fait, le fonctionnement quotidien des marchés laisse apparaître des anomalies ou imperfections d'ordre fiscal, informationnel, comportemental et transactionnel. Ce décalage entre théorie et pratique est à l'origine de ce que Black (1976) appelle « puzzle du dividende ». Dans son très célèbre article, il va montrer la difficulté à cerner le questionnement sur la politique des dividendes en évoquant un arsenal de raisons de distribution et de non distribution du dividende, chacune d'entre elles ayant sa propre légitimité, il reste de ce fait perplexe quand à cette politique.

Les chercheurs de leur côté ont construit des modèles théoriques sur la base des imperfections du marché pour vérifier celles d'entre elles qui expliquent la décision de distribution. A ce titre, DeAngelo et DeAngelo (2004) rappelle qu'après l'article de Black (1976), la littérature sur la finance d'entreprise s'est concentrée sur la justification et la rationalisation des montants substantiels distribués par les entreprises à leurs actionnaires en proposant des explications se basant sur la théorie de l'effet clientèle (Brennan, 1970 ; Litzenberger et Ramaswamy, 1979 ; Elton et Gruber, 1970 ; Poterba et Summers (1984) ; Desbrières, 1987 ; Hamon et Jacquillat, 1992), la théorie du signal (Bhattacharya, 1979 et 1980 ; John et Williams, 1985 ; Kalay, 1980 ; Miller et Rock, 1985 ; John et Williams, 1985), la théorie de l'agence (Rozeff, 1982 ; Easterbrook, 1984 ; Jensen, 1986 ; Shleifer et Vishny, 1986), etc.

Toutefois, malgré cette multiplicité des théories explicatives de la décision de distribution, il n'existe pas un consensus sur les déterminants de cette décision. Il s'avère que les résultats des tests empiriques de ces différentes théories se caractérisent par une contradiction et parfois par une certaine ambiguïté et confusion.

A cet effet, l'application de nouvelles approches pour l'explication et la compréhension de ces politiques est plus que bénéfique et doit être saluée aussi bien par les chercheurs en sciences de gestion que par les praticiens. A ce titre, au cours des dernières années, un nouveau courant de recherche a émergé et ne cesse de gagner en légitimité dans le cercle scientifique. Ce courant connu sous l'appellation de la « finance d'entreprise comportementale » (Shefrin, 2001 et Baker, Ruback et al, 2004) propose des réponses aux problématiques en suspens rencontrées par la finance d'entreprise traditionnelle. Il analyse ce qui se passe lorsque nous remettons en cause la rationalité parfaite des intervenants sur les marchés.

Cet article propose d'étudier la décision de distribution du dividende en utilisant une approche issue de cette nouvelle finance d'entreprise. Il s'agit de tester l'impact de l'imperfection comportementale des dirigeants sur leurs décisions de distribution des dividendes. Plus explicitement, il s'agit de tester la présence du biais d'excès de confiance chez les dirigeants lorsqu'ils décident de verser des dividendes à leurs actionnaires. L'intuition derrière consiste à supposer une plus grande propension des dirigeants surconfiants à la distribution du dividende.

La suite de cet article est organisée comme suit : en première partie nous mettons en exergue le cadre théorique de la recherche et la revue de littérature. Ensuite, dans un second point, nous précisons la méthodologie poursuivie et l'échantillon retenu. Enfin, les principaux résultats sont présentés et discutés dans la dernière partie.

## **I – Revue de littérature :**

### **1 – Approche des dirigeants surconfiants<sup>1</sup> : présentation**

La finance d'entreprise comportementale étudie les effets de la psychologie sur la finance d'entreprise ainsi que l'interaction entre le marché et les principales décisions managériales. Dans un article très célèbre mettant en avant l'état de l'art de la recherche dans cette nouvelle finance d'entreprise, Baker et al (2004) distinguent deux approches selon que la rationalité limitée est du côté des investisseurs (approche externe) ou du celui des dirigeants (approche interne).

D'un côté, dans la première approche dite « externe », les investisseurs dotés d'une rationalité limitée provoquent une déviation des cours par rapport aux fondamentaux. Ce phénomène de sous ou surévaluation peut perdurer dans le temps en raison des limites à l'arbitrage. Dans une telle situation, les dirigeants à même de percevoir ces écarts de prix, doivent intervenir par leurs décisions financières pour les supprimer, ils ne doivent pas tirer avantage de cette inefficience.

De l'autre côté, dans la seconde approche dite « interne », des investisseurs rationnels coexistent avec des managers dont la rationalité est limitée en raison principalement des biais « d'optimisme et/ou d'excès de confiance<sup>2</sup> » : « L'optimisme est une surestimation irréaliste concernant les événements futurs, non liée aux aptitudes personnelles, alors que l'excès de confiance traduit une surestimation de ces dernières » (Bessière, 2007, p.43).

L'étude de ces deux biais dans une perspective managériale est très pertinente pour au moins quatre raisons rapportées par Baker, Ruback et al (2004) :

D'abord, ces biais sont importants et significatifs et ont été vérifiés et testés sur de nombreux échantillons et en particulier celui des dirigeants (Morrow et al, 1981 ; Cooper et al, 1988; Heaton 2002 ; Landier et Thesmar, 2003 ; Malmendier et Tate, 2003, 2005a&b, 2007). Ensuite, ces biais peuvent souvent être intégrés facilement dans les modèles déjà existants dans la mesure où l'optimisme est modélisé comme une surestimation de la moyenne d'un côté, et de l'autre, la surconfiance est modélisée comme une sous-estimation de la variance.

Ensuite, la surconfiance conduit naturellement à une prise de risque plus importante, dans ce cas, même s'il n'existe pas un biais de surconfiance en moyenne dans la population des managers, ceux qui le sont auront tendance à avoir des performances extrêmes (bonnes ou mauvaises), les plaçant ainsi disproportionnellement dans le rang des dirigeants bons ou mauvais.

---

<sup>1</sup> Les expressions « approche des dirigeants surconfiants ou optimistes » et « approche des dirigeants dotés d'une rationalité limitée » sont utilisées indifféremment dans cet article.

<sup>2</sup> D'après Bessière (2007, p.43) : « Les deux termes sont fréquemment utilisés de façon interchangeable (Fairchild, 2005) ».

Enfin, le biais d'attribution c'est-à-dire la tendance de prendre plus de responsabilité en cas de succès que d'échec, peut rendre les dirigeants qui réussissent surconfiants comme le soulignent Gervais et Odean (2001).

Les décisions des dirigeants surconfiants peuvent être sous optimales et induire une baisse de la valeur de l'entreprise. En effet, les dirigeants surconfiants croient que les décisions qu'ils prennent vont permettre de poursuivre leurs objectifs conflictuels -à savoir maximisation de la valeur fondamentale et minimisation des coûts du capital- alors que dans la réalité, leurs décisions dévient de la rationalité.

Ces décisions sous optimales naissent en raison des limites ou freins existants à l'encontre de la gouvernance d'entreprise. En fait, si les contrats d'incitations standard sont efficaces face à des problèmes d'agence traditionnels (conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs), ils ne le sont pas ou leurs effets sont marginaux dans le cas d'un dirigeant surconfiant, ce dernier croyant qu'il est entrain de maximiser la valeur de la firme et qu'il n'est pas en conflits d'intérêts avec les investisseurs (Baker et al, 2004).

## **2 – Approche des dirigeants surconfiants : théories et tests**

Plusieurs développements théoriques et tests empiriques ont été élaborés afin d'étudier l'impact du biais d'excès de confiance sur les principales décisions financières. Dans ce cadre, les décisions les plus documentées sont celles d'investissement et de financement, des fusions et acquisitions et dans une moindre mesure la décision de distribution du dividende.

Le postulat intuitif de départ sur lequel reposent ces modélisations théoriques, prédit un effet principal de l'excès de confiance : la surestimation de la valeur de l'entreprise et de ses opportunités d'investissements.

D'une part, la surestimation de la valeur de l'entreprise laisse le dirigeant croire que sa société est sous-évaluée. Il est de ce fait plus réticent à une émission de titres risqués, engendrant ainsi la possibilité d'un sous-investissement en cas d'insuffisances des capacités de financement internes. A contrario, il peut juger très soutenable la distribution d'un dividende.

D'autre part, la surestimation des opportunités d'investissements conduit nécessairement au surinvestissement (Bessière, 2007). Dans ce cadre, le dirigeant surconfiant va être réticent pour initier ou augmenter le dividende et sauvegarder ainsi ses ressources internes pour financer ses projets d'investissements. Par ailleurs, notre intuition consiste à supposer que le surinvestissement ne constitue guère un frein à la distribution du dividende ni à son accroissement. C'est le cas notamment en France où nous assistons à une persistance de distribution de la richesse produite au profit des actionnaires des plus grandes sociétés cotées, avec une prédominance nette de la distribution monétaire sous forme de dividendes.

Roll (1986) a été le premier à introduire l'idée du dirigeant optimiste et surconfiant en finance pour expliquer les opérations de fusions et acquisitions dans un marché efficient. Son hypothèse stipule que les dirigeants des entreprises acquéreuses surestiment les gains résultants de ces opérations et paient ainsi en moyenne des prix élevés pour les actionnaires des entreprises cibles conduisant ainsi au phénomène de la malédiction du vainqueur.

Hayward et Hambrick (1997) valident une relation positive entre le degré de surconfiance des dirigeants, la prime de fusion et la destruction de la valeur actionnariale. Plus les dirigeants sont surconfiants, plus la prime de fusion est élevée et plus la perte de valeur est grande pour les actionnaires.

Pour estimer la surconfiance Hayward et Hambrick ont utilisé les articles de presse parlants du dirigeant et ce pendant les trois ans précédant l'acquisition ainsi qu'un indicateur de l'importance du dirigeant (calculé par la rémunération relative du dirigeant par rapport au second meilleur salaire de l'entreprise).

Malmendier et Tate (2003) testent et valident l'hypothèse de la surconfiance des dirigeants dans le cadre des fusions. Ils utilisent comme estimateurs de la surconfiance le moment de l'exercice des stocks options et le classement des dirigeants au rang d'optimiste, confiant, conservateur, etc. par les articles de presse. Leurs résultats montrent que la surconfiance est corrélée positivement à la probabilité de conclusion des projets de fusions. En outre, plus les ressources financières internes sont abondantes, plus cette corrélation positive est forte. Inversement, les dirigeants surconfiants font impasse à des fusions créatrices de valeur lorsqu'ils doivent s'orienter au marché pour les financer.

Dans une étude très récente Smaoui (2010) a été la première à tester l'effet de l'excès de confiance des dirigeants sur les opérations d'acquisitions sur un échantillon composé de 137 entreprises françaises durant la période 1999-2007. L'auteur utilise quatre indicateurs pour estimer l'excès de confiance des dirigeants : la performance boursière récente (mesurée par les rentabilités des actionnaires durant les 12 mois précédant la date d'annonce de l'opération d'acquisition de 11 jours), la rémunération relative du dirigeant de l'acquéreur (mesurée par le ratio rémunération en espèce du dirigeant de l'acquéreur et la rémunération la plus élevée du second dirigeant), une mesure dichotomique basée sur les représentations de la presse et enfin une mesure composite résultant de l'association des trois estimateurs précédents. L'auteur conclut que l'excès de confiance chez les dirigeants des acquéreurs a un effet positif sur la fréquence des acquisitions d'une part, et d'autre part, la surconfiance des dirigeants acquéreurs impacte positivement et significativement la prime d'acquisition. Enfin, l'excès de confiance des dirigeants exerce un effet négatif sur la richesse des actionnaires de l'acquéreur.

Heaton (2002) applique l'approche des managers surconfiants dans un simple modèle de finance d'entreprise à deux périodes. Il examine les implications de la présence de managers optimistes quant aux gains et coûts des flux de trésorerie disponibles. Dans son modèle les managers sont optimistes dans la mesure où ils n'accordent pas les mêmes probabilités d'occurrence des flux de trésorerie positifs et négatifs que celles envisagées par le marché à propos des mêmes investissements. Plus particulièrement, les dirigeants optimistes attachent systématiquement plus (moins) de probabilités à des retours d'investissement positifs (négatifs) que le marché.

Les résultats du test du modèle de Heaton (2002) sont en harmonie avec les prédictions de la théorie de l'asymétrie informationnelle (Myers et Majluf, 84) et de celles de l'agence (Jensen, 86). D'un côté, les managers optimistes peuvent faire impasse à des projets d'investissement à valeur actuelle nette (VAN) positive, si ces derniers requièrent un financement externe coûteux (sous-évaluation). Dans ce cadre et à l'instar des conclusions de la théorie de l'asymétrie d'information, les FCF sont bénéfiques puisqu'ils permettent de réduire le sous-investissement. De l'autre côté, les dirigeants optimistes surévaluent leurs propres projets d'investissement et peuvent vouloir investir dans des projets à VAN négative car leurs rémunérations ou réputations y sont liées. Dans ce cas, et comme le prédit la théorie de l'agence, l'absence des FCF permet d'éviter le surinvestissement (le recours au marché étant trop coûteux), leur présence et par ailleurs coûteuse car, ils seront utilisés dans des projets non rentables.

S'inspirant du modèle de Heaton (2002), Baker et Wurgler (2004a) développent un modèle de finance d'entreprise comportementale permettant d'identifier les quantités optimales d'investissement et de financement dans un marché efficient où les dirigeants sont supposés être optimistes quant à la valeur de la firme et de ses opportunités d'investissement.

Dans un autre article, Gervais et al (2003) présentent un modèle dans lequel, des niveaux d'optimisme et de surconfiance modérés chez les dirigeants, permettent d'aligner les décisions des dirigeants aux intérêts des actionnaires. En fait, à l'inverse des managers rationnels averses au risque, les dirigeants surconfiants ne reportent pas les décisions d'investissement jusqu'à l'avenue d'informations plus précises sur les rentabilités futures des projets.

Dans une telle configuration, les auteurs de l'article ajoutent qu'une économie au niveau des mécanismes d'incitations (stocks options) peut être réalisée, puisque l'alignement des intérêts des dirigeants optimistes et surconfiants avec ceux des actionnaires ne demande pas nécessairement ou dans une moindre mesure l'émission de stock options.

Malmendier et Tate (2005a) proposent un modèle qui démontre l'effet de la surconfiance managériale (liée la perception erronée des opportunités d'investissement) sur la décision d'investissement dans un marché efficient. Les auteurs ont construit trois estimateurs de la surconfiance, les deux premiers sont basés sur les stratégies d'exercice des options et le troisième estimateur se réfère quant à lui au comportement d'achat des titres de l'entreprise par le dirigeant. Les résultats montrent que dans le cas des dirigeants surconfiants, il existe une forte sensibilité positive entre investissement et Cash flows (CF). Plus les ressources internes sont moindres, plus cette sensibilité est forte étant donné que les dirigeants surconfiants sont réticents pour un financement externe jugé trop coûteux.

Dans un article plus récent Malmendier et al (2007) ont étudié la relation entre surconfiance (mesurée par l'exercice des stocks options et par les révélations des articles de presse) et structure financière. Les résultats trouvés sont conformes aux prédictions de la théorie du financement hiérarchique. Les dirigeants surconfiants préfèrent les ressources internes à l'endettement et préfèrent ce dernier à un financement risqué sur le marché.

Hackbarth (2008) développe un modèle de la structure du capital basé sur la théorie du Trade-off afin d'étudier l'impact des biais d'optimisme et de surconfiance managériaux sur la politique financière et sur la valeur de l'entreprise. Il estime l'optimisme par la surestimation du taux de croissance des résultats et la surconfiance par une sous-estimation de la variance des résultats anticipés par les dirigeants. Hackbarth trouve que les dirigeants optimistes et/ou surconfiants choisissent un taux d'endettement élevé et émettent des dettes plus souvent par rapport aux dirigeants rationnels ce qui impacte significativement la structure du capital.

Deshmukh et al (2008) testent un modèle où ils étudient l'effet de la surconfiance des managers sur les politiques de dividendes. Ils estiment la surconfiance par les stratégies d'exercice des stocks options et par les révélations des articles de presse. Leurs résultats montrent que les dirigeants surconfiants distribuent moins de dividendes que leurs homologues rationnels. Cette corrélation observée est plus significative chez les firmes caractérisées par des faibles opportunités de croissance, des faibles CF et des niveaux d'asymétrie d'informations élevés. Ils montrent aussi, que l'ampleur de la réaction positive à une annonce d'augmentation du dividende est plus faible chez les firmes où les dirigeants sont surconfiants.

Bouwman (2009) teste la relation entre optimisme des dirigeants et réaction du marché à une annonce de variation du dividende. L'hypothèse testée et validée stipule que lorsque les dirigeants sont optimistes quant aux rendements futurs et qu'ils adossent leurs décisions de distribution sur ces anticipations optimistes, alors les effets d'annonces d'une variation du dividende par ces dirigeants sont en moyenne plus élevés qu'aux effets d'annonces des dirigeants rationnels. En d'autres termes, si les investisseurs n'arrivent pas à distinguer parfaitement les managers rationnels de ceux optimistes, alors nous aurons la relation suivante : plus la variation positive du dividende est grande (managers plus optimistes) plus la réaction du marché est positive et forte.

Cordeiro (2009) montre que l'excès de confiance des dirigeants affecte négativement aussi bien le niveau du dividende distribué que le montant total de distribution y compris le rachat d'actions.

En somme, l'application de l'approche des dirigeants surconfiants apporte un pouvoir explicatif significatif aux principales décisions financières et d'investissement, elle a permis aussi de confirmer les résultats de certaines théories existantes beaucoup plus élaborées.

Toutefois, bien qu'elle fasse partie des premières questions de recherche auxquelles les chercheurs ont apporté des réponses enrichies d'arguments comportementalistes (Lintner, 1956), rares sont les tests empiriques ayant pour objet de vérifier l'effet des biais d'optimisme et de surconfiance sur le comportement des dirigeants en matière de distribution de la richesse créée. C'est aussi l'une des raisons pour lesquelles, nous avons décidé de tester cette approche sur le marché français à travers une analyse lexicale des « mots des présidents » figurant le plus souvent en début des documents de référence. Notre objectif consiste donc à vérifier par une analyse lexicale si la décision de distribution du dividende est biaisée par l'excès de confiance des dirigeants des plus grandes sociétés cotées en France.

## **II - Méthodologie de la recherche**

Pour tester notre hypothèse de recherche, nous avons retenue une mesure pertinente du biais d'excès de confiance d'une part, et d'autre part, nous avons constitué un échantillon représentatif du marché français.

### **1 - Mesure de l'excès de confiance et approche poursuivie :**

L'identification d'une mesure pertinente et opérationnelle de l'excès de confiance n'est pas un exercice facile à réussir dans le sens où, cette mesure doit être antérieure et exogène à la décision afin de pouvoir déterminer le sens de causalité (Bessière, 2007).

Deux approches différentes permettent de mesurer ce biais (Malmendier et Tate, 2005b) : la première est une approche dite « interne » du biais, il s'agit des préférences révélées par le dirigeant lui-même à travers ses réponses à un questionnaire ou l'exercice des stocks options par exemple. La seconde approche dite « externe » consiste à analyser la perception et la description du dirigeant par des tiers tel que la presse.

Dans cet article, c'est la mesure interne qui va être exploitée. Cette dernière consiste en une analyse lexicale -via ALCESTE<sup>3</sup>- des « mots des présidents » ou « messages des présidents » figurants le plus souvent en début des documents de référence (ou des rapports annuels). Notre objectif est donc de vérifier -par une approche hypothético déductive- si les dirigeants sont surconfiants ou non lorsqu'ils décident de verser des dividendes à leurs actionnaires.

L'analyse lexicale sous ALCESTE permet de quantifier notre corpus composé des « mots des présidents » et d'en extraire les structures significantes les plus fortes (Gauzente et Peyrat-Guillard, 2007). Chaque « mot du président » identifié est appelé « unité de contexte initial » (UCI). L'ensemble des UCI sont découpées en « unité de contexte élémentaire » (UCE). En même temps, ALCESTE constitue le dictionnaire des formes réduites<sup>4</sup> et les classe en fonction de leur effectif dans le corpus. ALCESTE procède ensuite, à une classification descendante hiérarchique double<sup>5</sup> en UCE pour l'identification des classes de discours les plus stables qui seront retenues pour l'analyse.

---

<sup>3</sup> ALCESTE (Analyse de lexèmes co-occurents dans un ensemble de segments de texte) est un logiciel d'analyse de données textuelles qui a été conçu à par Max Reinert.

<sup>4</sup> Ce procédé est obtenu par la lemmatisation qui correspond à la réduction de chacun des mots d'un contenu en une entité appelée lemme. La lemmatisation regroupe ainsi, les différentes formes que peut revêtir un mot (le pluriel est ramené au singulier, le verbe à l'infinitif, etc.).

<sup>5</sup> La classification descendante hiérarchique consiste en des fractions successives du corpus tout en classant les UCE en fonction de leur contenu lexical. Ensuite, elle repère le vocabulaire des différentes UCE et les met en relation, ce qui laisse ressortir les formes lexicales les plus fortes (Gauzente et Peyrat-Guillard, 2007).



## 2 - Echantillon et préparation du corpus :

Nous avons décidé de travailler sur un corpus composé des messages que les dirigeants du SBF250 ont adressé à leurs actionnaires en 2007, 2006 et 2005. Les rapports annuels ont été téléchargés à partir du site web de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) rubrique « décisions et informations financières » ou à défaut directement à partir des sites web institutionnelles des entreprises, dans la rubrique appelée souvent « relations investisseurs » ou « relations actionnaires ». Nous n'avons pris en considération que les entreprises présentes dans l'échantillon durant toute la période d'analyse parmi celles qui constituaient le SBF250 de fin d'année 2007.

La constitution de notre échantillon s'est toutefois heurtée à certaines contraintes telles que le manque des rapports annuels pour une ou plusieurs périodes ou encore la présence de rapports rédigés en anglais, accompagnés soit d'une absence de possibilité de contact pour les récupérer soit d'une possibilité de contact sans réponse ou son retour positif.

Au final, nous avons décidé d'étudier 375 rapports annuels des 125 sociétés faisant partie du SBF250 entre fin 2005 et fin 2007. Nous avons donc commencé par l'exploitation des rapports annuels relatifs à l'exercice 2007 des 125 sociétés retenues, ce travail s'est avéré lourd et compliqué et nous a conduit à réfléchir à nouveau sur les critères de choix des entreprises appartenant à notre échantillon, nous justifions ci-contre notre propos.

En fait, notre première interaction avec la variable explicative (corpus constitué des « messages des dirigeants » adressés aux actionnaires), a permis de détecter les limites des critères de choix de notre échantillon. Plus précisément, l'exploitation des rapports annuels<sup>6</sup> de fin 2007 nous a permis de constater que parmi les 125 rapports analysés :

- Les dirigeants s'adressent à leurs actionnaires et donnent des indications sur leurs politiques de distribution dans seulement 27 rapports soit environ 20% des cas ;
- Les dirigeants s'adressent à leurs actionnaires mais ne donnent aucune indication sur leurs politiques de dividendes dans 32 rapports soit presque 26% des cas. Sur ces 32 rapports, 29 sont émis par des sociétés distribuant des dividendes ;
- Les dirigeants ne s'adressent pas à leurs actionnaires dans 55 rapports soit 44% des cas. Il s'agit de 47 rapports émis par des entreprises distributrices et de 8 rapports publiés par des sociétés non distributrices.

Au regard de ces remarques, nous avons décidé de redéfinir et de revoir les choix que nous avons opéré pour la détermination des entreprises qui composent notre échantillon, à savoir :

- Prise en compte des rapports annuels des sociétés dans lesquels les présidents définissent, dans leurs messages adressés aux actionnaires, les politiques de distribution poursuivies par eux au profit de leurs actionnaires. La variable explicative est donc constituée du corpus composé des « mots des présidents » dans lesquels ces derniers décrivent leurs politiques de dividendes ;

---

<sup>6</sup> Cette exploitation consistait, de prime abord, à voir si dans le rapport il y'a présence ou absence d'un « message du président ». Ensuite, lorsqu'il y'avait un « message du président » nous vérifions systématiquement si ce message contenait des indications sur la politique de distribution aux actionnaires.

- Pour avoir le maximum de données, nous avons complété notre corpus par les « messages des dirigeants » figurants dans les lettres que ces derniers adressent à leurs actionnaires dites « lettres d'actionnaires ».

A la différence des rapports annuels qui obéissent à une obligation d'information très réglementée par l'AMF, les lettres aux actionnaires correspondent à une communication volontaire de la part des sociétés. A ce titre, le « message du président » est à priori spontané, ce qui rend cette variable explicative plus crédible à tester à condition qu'elle contienne des indications sur le comportement de distribution de la société émettrice.

Par conséquent, nous avons recherché les lettres aux actionnaires de 98 sociétés en 2007, 108 sociétés en 2006 et 103 sociétés en 2005 (tableau 1). Ainsi, en 2007 sur les 98 entreprises pour lesquelles la variable -message du président dans le rapport annuel- n'était pas exploitable, nous n'avons pu récupérer que 25 lettres aux actionnaires soit un peu plus de 25%. Après l'analyse de ces lettres, nous nous sommes retrouvés avec 11 lettres aux actionnaires exploitables, c'est-à-dire des lettres où figurent des « messages des présidents » avec des indications sur le comportement de distribution, ce qui représente presque la moitié.

Par la suite, nous avons effectué le même travail sur les exercices 2006 et 2005 et nous avons abouti à 99 « mots des présidents » exploitables. Les principales conclusions sont résumées dans le tableau 1.

**Tableau 1 : synthèse échantillon théorique/échantillon observé**

Eléments	2005	2006	2007
Effectif des sociétés composants notre échantillon	125	125	125
Effectif des rapports annuels collectés	125	125	125
Effectif des rapports exploitables	22	17	27
Effectif des rapports non exploitables	103	108	98
Effectif des lettres aux actionnaires collectées	25	24	25
Effectif des lettres aux actionnaires exploitables	10	12	11
<b>Total des données exploitables<sup>7</sup></b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>38</b>

Une fois que notre échantillon ait été identifié, nous avons dû préparer le corpus retenu pour le traitement informatique par ALCESTE. Cette préparation s'est faite en trois étapes :

- L'extraction des données : cette 1<sup>ère</sup> étape a consisté en l'extraction des « messages des présidents » à partir des rapports annuels et des lettres aux actionnaires. Les données extraites ont été enregistrées au fur et à mesure dans des fichiers individuels sous format texte ;
- L'introduction des lignes étoilées : avant de commencer l'analyse lexicale des données collectées, un traitement préalable du corpus est nécessaire pour rendre compte de certaines variables qui peuvent affiner notre analyse par la suite.

<sup>7</sup> Ces données correspondent en totalité à des entreprises distributrices de dividendes.

En effet, les UCI constituant notre corpus sont différenciées par ce qu'on appelle des « mots ou lignes étoilés » ou encore « variables hors corpus ». Ces dernières permettent de caractériser et de décrire toutes les UCI, elles figurent dans une ligne précédant le texte. Dans notre cas, nous avons choisi d'introduire trois variables hors corpus, il s'agit de l'année à laquelle se rapporte le « message du président », la source du document analysé (« message du président » tiré du rapport annuel ou d'une lettre d'actionnaires) et enfin le nom de la société à laquelle se rapporte le document analysé. Nous n'avons pas introduit la variable présence ou absence d'une distribution de dividende étant donnée que pour l'ensemble de notre échantillon exploité, il y'avait une distribution de dividende. Ainsi, le texte débutant par la ligne étoilée suivante : [0001 \*année\_2005 \*lettre\_oui\* société\_accor], renvoie à un « message du président » du groupe ACCOR extrait d'une lettre aux actionnaires en 2005. Par ailleurs, 99 lignes étoilées ont été introduites et une vérification sur une éventuelle présence du symbole « étoile » dans le corpus a été faite ;

- Le regroupement des différents fichiers texte individuels : ici nous avons regroupé dans un « fichier mère » sous format texte, l'ensemble des fichiers sources individuels afin de permettre le traitement statistique par le logiciel ALCESTE.

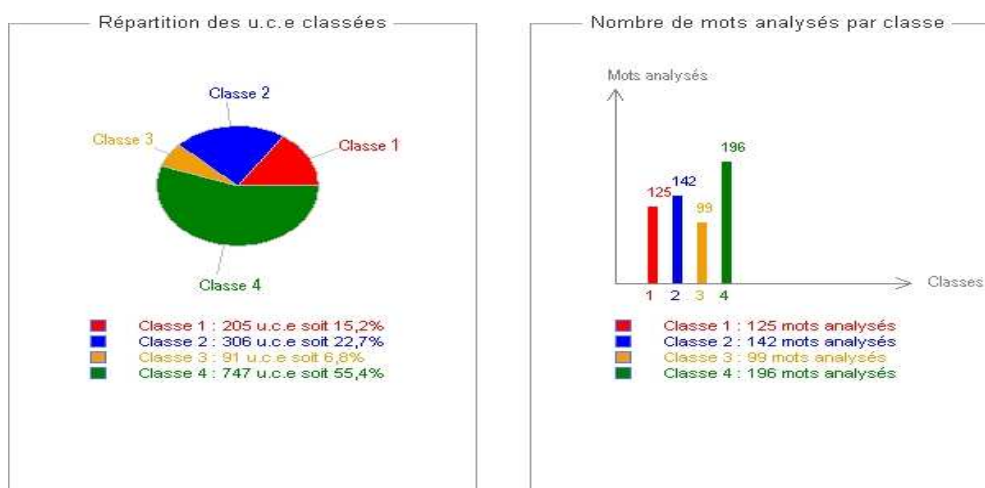
### III - Résultats et interprétations :

Les résultats de l'analyse lexicale par ALCESTE sont présentés en deux parties : d'abord, nous exposons les principaux résultats de la classification descendante hiérarchique double. Ensuite, nous présentons les résultats de l'analyse factorielle des correspondances.

#### 1- Résultats de la classification descendante hiérarchique double:

Le traitement par ALCESTE a retenu et classé 82% du corpus exploité, 18% des UCE sont par ailleurs éliminées. Les UCE classées et retenues correspondent à 4 classes disproportionnées de discours (graphique 1).

**Graphique 1 : répartition des UCE classées et nombre de mots analysé par classe**



Premièrement, l'analyse du vocabulaire significatif de la classe 1 (tableau 2) permet d'avancer quelques remarques : d'abord, la classe 1 rappelle la procédure et l'organe en charge de la décision de distribution du dividende. En fait, ce sont les managers et le conseil d'administration qui proposent à l'assemblée générale d'approuver le paiement du dividende. Ensuite, les dirigeants utilisent un vocabulaire assez confiant pour parler du dividende. En effet, les formes lexicales réduites de « confiant, continuité, volonté, privilège, soutien, souhait, régulier, etc. » sont assez fréquentes et associées à leurs discours sur le dividende.

Voici deux extraits illustratifs : « uce 830 Khi2 = 64 uci 52 : \*année\_2006 \*lettre\_oui \*société\_seb (pour) (marquer) sa (confiance) dans (l) avenir du groupe, le (conseil) d (administration) (proposera) (a) (l) (assemblée) (générale) des (actionnaires) du 4 (mai) (prochain) un (dividende) de 2, 55 (par) (action), en croissance de 6, 25. », « uce 513 Khi2 = 58 uci 30 : \*année\_2005 \*rapport\_oui \*société\_vieletcom au (regard) des resultats et des (perspectives) de la (société), il (sera) (propose) (a) (l) (assemblée) (générale) des (actionnaires), qui se (reunira) en (juin) 2006, la (distribution) d un (dividende) de 0, 15 euro (par) (action). Enfin, dans cette première classe les dirigeants utilisent plus fréquemment le pronom personnel « je » que le prénom personnel « nous », ce qui confirme la confiance caractérisant leurs discours.

**Tableau 2 : extrait du tableau du vocabulaire caractéristique de la classe 1 en fonction du Khi2**

Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%	Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%
Conseil	514	106	95	103	92%	Confiant	23	25	25	71	35%
General	494	94	93	102	91%	Unanime	22	6	6	8	75%
Assemblée	417	72	72	73	99%	Continuite	8	3	3	3	60%
Administration	382	82	71	76	93%	Volonte	6	5	5	13	38%
Dividend	369	91	82	101	81%	Priviligie	6	2	2	3	67%
Actionnaire	250	79	73	108	68%	Croire	4	2	2	4	50%
President	100	22	19	20	95%	Regulier	11	6	6	12	50%
Directeur	82	20	18	21	86%	Soutien	19	8	8	14	57%
Directoire	78	18	15	16	94%	J'	45	16	12	16	75%
Comité	72	16	14	15	93%	Je	37	31	30	76	39%
Verser	68	14	12	12	100%	Moi	4	4	2	4	50%
Resolution	62	11	11	11	100%	Ma	41	12	12	17	71%
Membre	51	12	9	9	100%	Notre	40	26	23	49	47%
Direction	49	19	17	27	63%	Nous	46	45	37	94	39%

Avec : Eff1 est l'effectif réel du mot dans la classe ; Eff2 est le nombre d'UCE de la classe contenant le mot ;

Total est le nombre total d'UCE classées contenant le mot ; % est le pourcentage du nombre d'UCE de la classe contenant le mot.

Deuxièmement, la classe 4 correspond au discours stratégique des dirigeants. Elle représente à elle seule plus de la moitié du corpus retenu et classé. L'analyse du vocabulaire des formes réduites de cette classe (tableau 3), permet d'observer la fréquence significative des mots représentants la stratégie « développement, innovation, technologie, acquisition, concurrence, enjeux, positionner, etc. ». Ce discours se caractérise aussi par le fait qu'il est chargé de surconfiance, nous retrouvons les mots « leader, majeur, affirmer, ambition, réussir, puissance, conviction, etc. » de manière assez récurrente. Voici deux extraits d'UCE illustratifs : « uce 751 Khi2 = 19 uci 47 : \*année\_2006 \*rapport\_oui \*société\_pernodric une (conviction) (toujours) (plus) forte, (desormais) (partagée) (avec) les 5 000 (collaborateurs)...Ces valeurs (fondent) (notre) (culture) d (entreprise). (Elles) (nous) (donnent) (egalement) une (force) (supplémentaire) pour (poursuivre) (notre) (approche) a-la-fois (résolue) (et) raisonnée des (marchés) ». « uce 1145 Khi2 = 13 uci 71 : \*année\_2007 \*rapport\_oui \*société\_creditagr (S) (appuyant) (sur) ces (acquis), le groupe (peut) envisager (avec) lucidité (et) confiance les (défis) de (demain), au (service) de (son) (ambition:) (devenir) un (leader) (européen), a (vocation) (mondiale), de la (banque) (et) de l (assurance) ».

**Tableau 3 : extrait du tableau du vocabulaire caractéristique de la classe 4 en fonction du Khi2**

Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%	Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%
Innover	31	48	47	50	94%	Mobiliser	9	11	11	11	100%
Technolog	25	35	33	34	97%	Recherche	9	20	19	22	86%
Developper	25	57	55	64	86%	Enjeu	8	10	10	10	100%
Leader	24	40	38	41	93%	Nouvel	8	93	88	132	67%
Mondial	22	66	65	81	80%	Creation	8	35	34	45	76%
Position	22	44	43	49	88%	Implanter	8	16	16	18	89%
Majeur	19	35	35	39	90%	Positionner	8	18	18	21	86%
Développement	38	118	112	140	80%	Affirmer	7	9	9	9	100%
Atout	16	27	26	28	93%	Ambition	7	25	25	32	78%
Durable	14	34	33	39	85%	Concurrent	7	14	14	16	88%
Dimension	13	16	16	16	100%	Reussir	6	20	20	25	80%
Renforcer	13	21	21	83	75%	Segment	6	15	15	18	83%
Appuyer	10	21	15	24	88%	Puissance	6	10	10	11	91%
Deployer	10	15	49	16	94%	Conviction	6	7	7	7	100%
Acquisition	10	49	17	66	74%	Diversifier	6	10	10	11	91%
Elargir	9	17	19	19	89%	Reactif	5	6	6	6	100%
Priorité	9	19	11	22	86%	concentrer	5	9	9	10	90%

Avec : Eff1 est l'effectif réel du mot dans la classe ; Eff2 est le nombre d'UCE de la classe contenant le mot ;

Total est le nombre total d'UCE classées contenant le mot ; % est le pourcentage du nombre d'UCE de la classe contenant le mot.

Troisièmement, l'analyse de la classe 2 permet de qualifier le discours y afférent de discours financier ou comptable. Il est question alors du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, d'endettement, des charges, de la trésorerie, d'impôt, etc. Les dirigeants sont assez confiants et optimistes quand-ils parlent de finance, utilisant ainsi un vocabulaire assez optimistes (progressif, performant, atteindre, réaliser, objectif, fort, augmenter, supérieur, bonne, favorable, etc.).

Voici deux extraits d'UCE illustratifs : « uce 639 Khi2 = 46 uci 40 : \*année\_2006 \*rapport\_oui \*société\_etam le bilan de l (année) 2006 est (encourageant) pour le (groupe) (etam). la (performance) (financière) du (groupe) s est (consolidée) (en) 2006, avec un (résultat) (opérationnel) (courant) (en) (hausse) de 5, et un (ebitda) (en) (progression) de 23, 3 pour un (chiffre) (d) (affaires) (en) (croissance) de 9 ». « uce 410 Khi2 = 32 uci 27 : \*année\_2005 \*rapport\_oui \*société\_spircommunication cette croissance (soutenue) est (principalement) le (résultat) (d) une (progression) (dynamique) de nos (ventes) a (périmètre) (constant), (proche-de) 10. La (forte) (augmentation) du (chiffre) (d) (affaires) (enregistrée) (en) 2005 par les activités de distribution (d) (imprimées) et de thématiques immobilières a largement (contribué) a la (bonne) (performance) du (groupe) ».

**Tableau 4 : extrait du tableau du vocabulaire caractéristique de la classe 2 en fonction du Khi2**

Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%	Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%
Chiffre	267	94	89	101	88%	Autofinancement	10	3	3	3	100%
Affaire	252	87	83	93	89%	Progressif	111	68	66	102	65%
Résultat	217	166	131	213	62%	Performant	53	62	58	117	50%
Opérat	154	103	92	145	63%	Atteindre	25	16	16	25	64%
Marge	84	46	44	63	70%	Réaliser	29	38	35	72	49%
Endetter	22	11	10	13	77%	Objectif	22	38	37	85	44%
Charge	19	9	9	12	75%	Fort	21	44	42	103	41%
Trésorerie	16	8	7	9	78%	Augmenter	21	19	18	32	56%
Cash	14	9	9	14	64%	Significatif	19	19	19	36	53%
Flow	14	9	9	14	64%	Bonne	16	22	21	44	48%
Impot	10	7	5	7	71%	Favorable	10	13	12	24	50%

Avec : Eff1 est l'effectif réel du mot dans la classe ; Eff2 est le nombre d'UCE de la classe contenant le mot ;

Total est le nombre total d'UCE classées contenant le mot ; % est le pourcentage du nombre d'UCE de la classe contenant le mot.

Enfin, la classe 3 la moins significatif de notre corpus (environ 7%), correspond quand à elle à des dirigeants peu confiants mais qui restent comme même plus au moins optimistes quand aux perspectives futures de leurs sociétés. Il s'agit de dirigeants dont les sociétés sont dans un contexte ou environnement pas très encourageants. Le tableau 5 reprend les formes lexicales les plus présentes dans cette classe.

**Tableau 5 : extrait du tableau du vocabulaire caractéristique de la classe 3 en fonction du Khi2**

Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%	Vocabulaire	Khi2	Eff1	Eff2	Total	%
Crise	92	15	12	20	60%	Obligation	28	4	4	7	57%
Taux	63	16	14	35	40%	Hausse	25	15	15	71	21%
Reevalu	60	6	6	8	75%	Eventuel	17	2	2	3	67%
Cours	40	15	13	42	31%	Je-crois	17	2	2	3	67%
Dette	30	3	3	4	75%	Necessaire	14	4	4	12	33%
Impact	30	7	7	18	39%	Muter	12	2	2	4	50%
Sembler	30	3	3	4	75%	Faible	9	3	3	10	30%
Variation	30	3	3	4	75%	Resister	9	2	2	5	40%
Rendement	30	6	5	10	50%	Evolutif	7	6	6	34	18%
Perte	28	4	4	7	57%	Progresser	7	9	9	61	15%

Avec : Eff1 est l'effectif réel du mot dans la classe ; Eff2 est le nombre d'UCE de la classe contenant le mot ; Total est le nombre total d'UCE classées contenant le mot ; % est le pourcentage du nombre d'UCE de la classe contenant le mot.

## 2 - Résultats de l'analyse factorielle des correspondances :

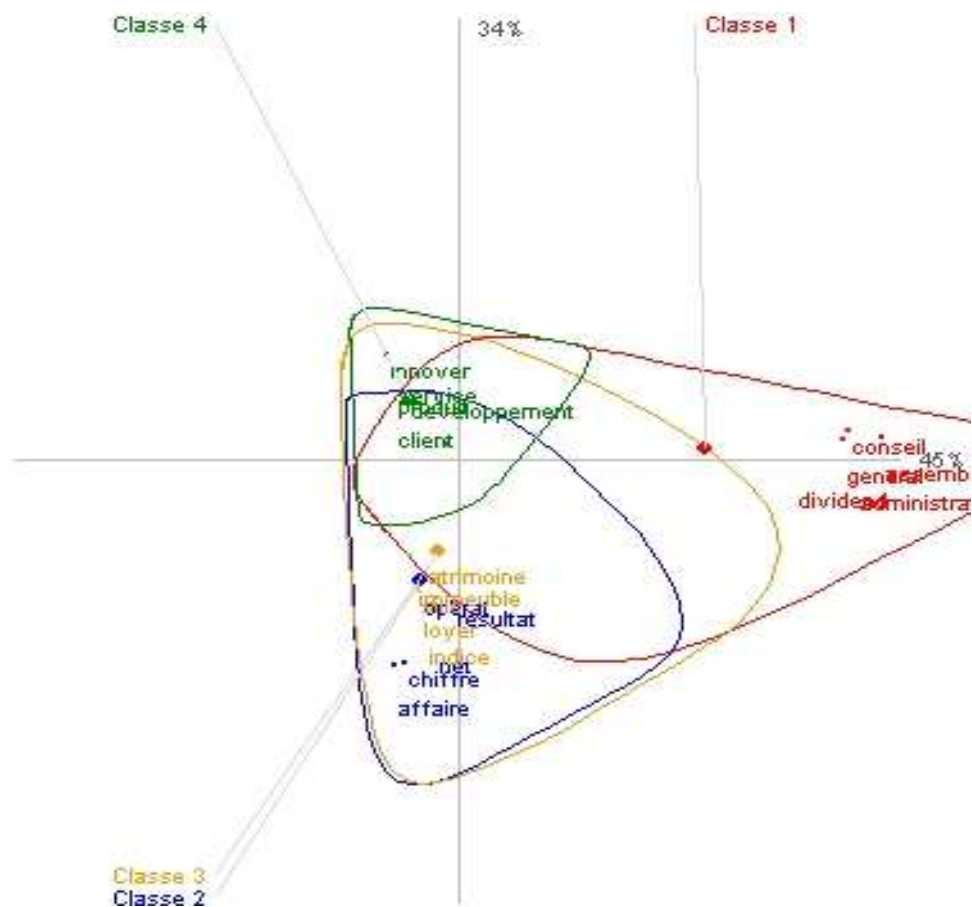
L'analyse factorielle des correspondances proposée par ALCESTE complète les résultats obtenus (graphique 2) par la classification descendante hiérarchique double.

Les deux axes restituent significativement 79% de l'inertie totale. L'axe horizontal représente 45% de la variance globale, nous remarquons la présence de la classe 1 à droite. Vraisemblablement, cet axe représente l'organe en charge de la décision de distribution du dividende.

Par ailleurs, sur l'axe vertical (34% de l'inertie totale) nous retrouvons la classe 3 et la classe 2, la classe 4 est quant à elle proche de l'origine des axes. Cet axe retrace le degré de confiance des dirigeants suivant la nature du discours qu'ils emploient.

De plus, bien que la classe 1 se trouve éloignée des autres classes, fort est de constater l'existence d'associations significatives surtout entre cette classe et la classe 4.

## Graphique 2 : analyse factorielle des correspondances



## Conclusion :

Dans cet article nous avons testé la présence du biais d'excès de confiance chez les dirigeants du SBF250 lorsqu'ils décident de verser des dividendes au profit de leurs actionnaires, par l'intermédiaire d'une méthodologie utilisée par la population des chercheurs en sociologie.

Après avoir construit un corpus composé de 99 « mots des présidents » adressés aux actionnaires des plus grandes entreprises cotées en France entre 2005 et 2007, nous avons réalisé une analyse lexicale par le biais d'ALCESTE.

Cette analyse a retenu et classé 82% du corpus en fonction aussi bien du degré de confiance chez les dirigeants que du contenu du thème abordé par ces derniers.



Nous avons ainsi distingué quatre classes de discours chez les dirigeants, il s'avère que ces derniers sont :

- Assez confiants lorsqu'ils parlent de dividendes (classe 1) et d'indicateurs financiers ou comptables (classe 2) ;
- Assez surconfiants lorsqu'ils parlent de stratégie (classe 4) ;
- Peu confiants lorsque leurs sociétés subissent les effets d'un environnement et d'un contexte pas très encourageants (classe 3).

L'analyse factorielle des correspondances nous a permis d'identifier des associations entre les discours des classes 1 et 4, des classes 2 et 4 et dans une moindre mesure des classes 1 et 2.

L'ensemble de ces remarques est intéressant pour la poursuite de notre recherche sur le sujet. Ainsi, nous envisageons de compléter cette analyse lexicale par une analyse de contenu d'un corpus plus élargi. L'objectif est de confronter « une grille d'analyse théorique » -inspirée de l'approche des dirigeants surconfiants et constituée à partir d'une « réflexion flottante » puis « enrichie » par les résultats d'une analyse lexicale- à un corpus plus élargi pour vérifier la présence des mots clés de cette grille dans le discours des dirigeants.

## Bibliographie:

- Allen, F. and R. Michaely (2003), «Payout policy», *Handbook of the Economics of Finance* 1: 337-429.
- Busca, D., Toutain, S. (2009), « Analyse factorielle simple en sociologie : méthodes d'interprétation et études de cas », 1ère édition, De Boeck.
- Baker M. et Wurgler J. (2004a), « A Catering Theory Of Dividends », *The Journal of Finance* 59(3): 1125-1165.
- Baker et al. (2004), « Behavioral Corporate Finance: A Survey », Working Paper No. W10863.
- Bessière, V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières: une synthèse », *Revue Finance Contrôle Stratégie* 10(1): 39-66.
- Black, F. (1976), «The Dividend Puzzle», *The Journal of Portfolio Management* 2(2): 5-8.
- Bouwman, C. H. S. (2009), «Managerial Optimism and the Market Reaction to Dividend Changes», Working paper.
- Brossaud et al (2006), « Analyse textuelles en sociologie : logiciels, méthodes, usages », Presses Universitaires de Rennes.
- Busca, D., Toutain, S. (2009), « Analyse factorielle simple en sociologie : méthodes d'interprétation et études de cas », 1ère édition, De Boeck.
- Chabchoub, A. S, «Une application de la statistique textuelle à l'excès de confiance des dirigeants: cas des acquisitions ».
- Chekkar, R. (2005), « Communication financière et analyse de discours une réflexion méthodologique autour du cas Saint Gobain », AFC, Lille.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (2004), «Payout policy irrelevance and the dividend puzzle», University of Southern California working paper.
- Demaria, S., « Lecture multi théorique de la période de transition aux normes IAS/IFRS: une analyse lexicale de la communication financière (2007) ».
- Desmarais, C. and J. Moscarola (2004), « Analyse de contenu et analyse lexicale, le cas d'une étude en management public ».
- Deshmukh al. (2008), «CEO Overconfidence and Dividend Policy: Theory and Evidence», Working paper.
- Gauzente, C., et D. Peyrat-Guillard (2007), «Analyse statistique de données textuelles en sciences de Gestion – Concepts, méthodes et applications », EMS.
- Gervais et al. (2003), «Overconfidence, investment policy, and executive stock options », Rodney L. White Center for Financial Research.
- Hayward, M. L. A. and D. C. Hambrick (1997), «Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris», *Administrative Science Quarterly* 42(1).
- Hackbarth, D. (2008), «Managerial traits and capital structure decisions», *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS* 43(4): 843-882.
- Heaton, J. B. (2002), «Managerial optimism and corporate finance », *Financial Management*: 33-45.
- Malmendier, U. and G. Tate (2003), «Who makes acquisitions? A test of the overconfidence hypothesis», NBER Working Paper 10813.
- Malmendier, U. and G. Tate (2005a), «CEO overconfidence and corporate investment », *The Journal of Finance* 60(6): 2661-2700.
- Malmendier, U. and G. A. Tate (2005b), «Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited », *European Financial Management* 11(5): 649-659.
- Malmendier, U., G. Tate, et al. (2007), «Corporate financial policies with overconfident managers», National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Moscarola, J., V. Papatsiba, et al. (2002), «Exploration sans a priori ou recherche orienté par un modèle: contributions et limites de l'analyse lexicale pour l'étude de corpus documentaires », 6ème journées internationales d'analyse statistique des données textuelles.
- Reinert, M. (1990), « Une méthodologie d'analyse des données textuelles et une application : Aurélia de G. de Nerval », *Bulletin de Méthodologie Sociologique*, Vol.26, p. 24-54.

Roll, R. (1986), « The hubris hypothesis of corporate takeovers », *Journal of business* 59(2): 197.

Shefrin, H., « Behavioral corporate finance », article extrait de « Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing », Boston: Harvard Business School Press (1999).

Smaoui A. (2008), « Une application de la statistique textuelle à l'excès de confiance des dirigeants : cas des acquisitions », JADT 2008 : 9ième Journées internationales d'Analyse statistique des Données Textuelles.

Smaoui A. (2010), « Excès de confiance et optimisme des dirigeants ». Doctorat en sciences de gestion, Université de Montpellier 2 et Université de Sfax.